



研究报告:

为何稳? 如何稳? 坚持稳?

宏观策略小组

中央经济工作会议点评

分析师

宁宇

执业编号: S0340511060002

电话: 0755-83707473

邮件: zoul01@ghzq.com.cn

分析师

邹璐

执业编号: S0350510120012

电话: 0755- 83704282

邮件: ningy @ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

事件

12 月 12 日至 14 日在京举行的中央经济工作会议为 2012 年中国宏观调控指明路向, 确定了明年“稳中求进”的工作总基调, 并提出明年经济工作的五项主要任务。

根据会议内容, 稳, 就是要保持宏观经济政策基本稳定, 保持经济平稳较快发展, 保持物价总水平基本稳定, 保持社会大局稳定。进, 就是要继续抓住和用好我国发展的重要战略机遇期, 在转变经济发展方式上取得新进展, 在深化改革开放上取得新突破, 在改善民生上取得新成效。

点评

本次会议的主要内容基本在我们预期之内, 不但其“稳中求进”的基调与我们年度策略的基调“因退而进”不谋而合, 而且在政策导向、发展格局、增长途径和产业调整等具体论述上也大体相同。

表 1: 中央经济工作会议主要内容与国海证券 2012 年度策略比较

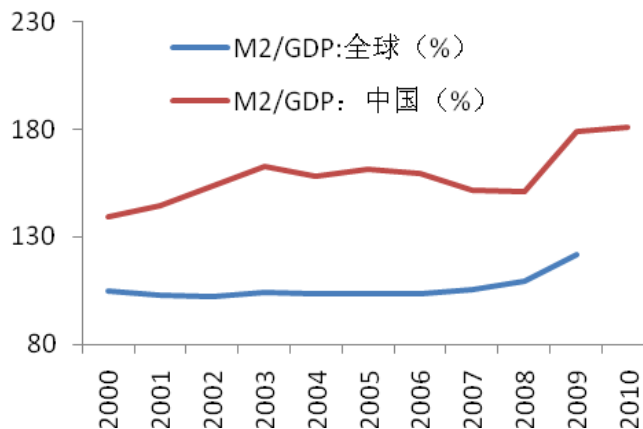
	中央经济工作会议	国海证券 2012 年度策略
基调	稳中求进	因退而进
政策导向	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策; 财政政策要继续完善结构性减税政策, 加大民生领域投入, 积极促进经济结构调整; 货币政策适时适度进行预调微调	积极财政政策为“进”而稳健货币政策为“退”, 货币政策以防止经济大幅波动为主, 微调有余, 转向不足
经济格局	保持经济平稳较快发展, 保持物价总水平基本稳定; 深化重点领域和关键环节改革	制度优化为“进”而经济增速为“退”, 经济增速放缓背景是传统模式下经济潜在产出在下行, 激发经济增长潜力急需制度的优化和改善
三架马车	着力扩大内需特别是消费需求; 促进贸易平衡;	促进消费为“进”而投资出口为“退”
产业更替	着力推进产业结构优化升级; 培育发展战略性新兴产业; 要坚持房地产调控政策不动摇, 促进房价合理回归	新兴产业为“进”而房地产基建为“退”, 保证经济稳健增长而且推进经济结构转型, 新兴产业增长将重回政策激励的视野

资料来源: 中国政府网, 国海证券

为何“稳”？

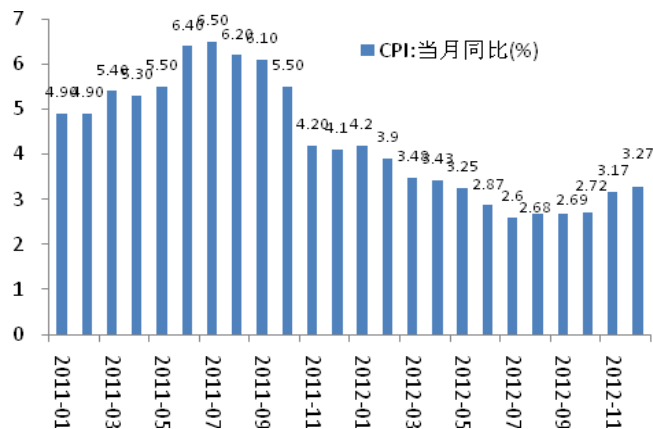
“稳”是后危机时代去杠杆化的需要，从而为“进”奠定基础。在过去的十年中，中国经济经历了波澜壮阔的增杠杆运动，M2/GDP 比率从 2000 年的 139.45% 飚升到 2010 年的 180.92%，增速之快远远超过世界平均水平。高度货币化给我国经济造成了诸多后遗症，如房地产泡沫、银行资产质量风险、地方政府债务问题等，经济金融系统性风险显著提高，以致今年中央经济工作会议特别提出目前我国“经济金融等领域也存在一些不容忽视的潜在风险”，因此可以预期未来相当一段时期内去杠杆化将是我国经济工作的重点。此外，由于成本推动因素并未消失，中国中长期通胀仍有较大压力。目前在全球通胀尚未得到有效缓解的背景下，全球出现再宽松趋势，也加大了未来通胀压力，未来通胀可能再起。因此，在面临“世界经济形势总体上仍将十分严峻复杂”和国内“经济增长下行压力和物价上涨压力并存”的严峻形势下，维持一个持续稳定的政治经济环境从而为解决现有矛盾和经济转型提供空间。

图 1: 中国杠杆化率快速爬升



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 2: CPI 增速预测



资料来源: WIND、国海证券研究所

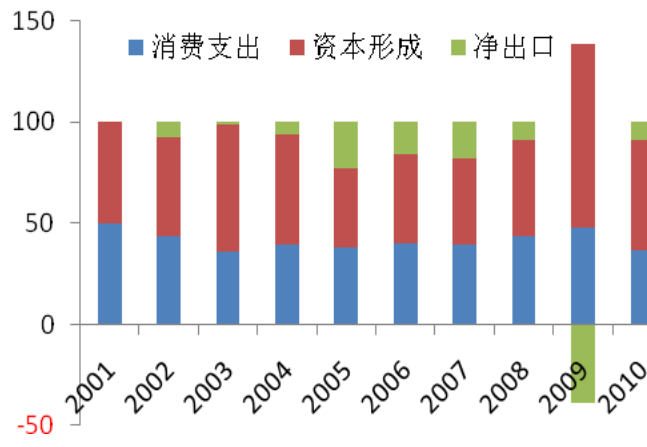
“进”是转变经济发展方式、防止陷入“中等收入国家陷阱”的需要。2010 年中国人均 GDP 达到 4280 美元，已进入中等收入国家行列，根据国际经验，在中等收入国家迈向发达国家的路上，容易陷入“中等收入国家陷阱”。总结经济增长文献，突破这个瓶颈必须实现三方面转型：从基于资本和劳动力的投资驱动增长型向基于生产率提高的增长模式转变；需求结构从外需向内需转变；产业结构从工业为主向服务业为主转变。

图 3: 韩国和中国台湾在 80、90 年代迈过中等收入陷阱



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 4: 中国三大需求对 GDP 增长的贡献率



资料来源: WIND、国海证券研究所

尽管我国政府在十一五规划中已经强调了改变粗放式增长模式的必要性，但收效甚微，因此去年制定的“十二五”规划强调把加快转变经济发展方式作为主线。如果说 08、09 年为应对经济危机而打断了中国经济转型的步伐，那么 10 年之后我国政府的经济工作就重返促转型的轨道上。从表 2 中可以看到，2009 年工作重点为“着

力在保增长上下功夫”，2010 年则转为“加快经济增长方式转变”，2011 年“以加快经济增长方式为主线”，2012 年重新强调“保持宏观经济政策的连续性和稳定性”，同时广义货币增长 M2 从 09 年开始掉头向下，连续下降。

如何稳？

第一、通过稳健货币政策维“稳”。自 2010 年初实施稳健的货币政策以来，持续紧缩的效果已经初步显现。2012 年货币政策的着眼点将从“控通胀”向“防通胀”转变，货币政策缺乏大幅宽松的可能，主要是依据经济下行的幅度与趋势进行适度调整。从具体政策看，预计基准利率保持不变；而存款准备金率已启动全面下调空间，预计 2012 年还将下调 2-3 次。同时汇率继续保持小幅升值。

第二、通过积极财政政策、产业政策和信贷政策促“进”经济转型。此前三年，我国均实施积极的财政政策，这一基调 2012 年仍然延续，但支持的重点从大规模基建投资转向扩大内需和注重消费。

第三、着力扩大内需，提高中等收入者比重是“看点”。今年扩大内需的主要内容中首次出现了“提高中等收入者比重”的提法，。从国际经验来看，能否确实扩大中产阶层的比重也是跨越“中等收入陷阱”的一个重要原因。如果没有强大的中产阶层，就很难支撑经济转型所需要的足够的消费市场、教育的投资、创新的活力。当然，我们认为这个说法也有巩固房地产调控的作用在内，毕竟中产阶层直接感受到房价涨跌。

表 2：2009 年部分国家的中产阶层所占比重及人均收入水平

国别	中产阶层比重	人均 GDP（美元，购买力评价）	长期增长率
波兰	85	16230	快
俄罗斯	69	13846	快
马来西亚	47	12418	快
巴西	37	9283	慢
南非	36	9247	慢
泰国	32	7544	快
埃及	18	5849	慢
中国	12	5991	快

资料来源：《中国向高收入国家转型：避免中等收入陷阱的因应之道》，I.Gill and H.Kharas,World Bank,2007.

第四、深化利率市场化改革和汇率形成机制改革是“焦点”。我们认为这两个改革与防范金融风险有关。首先，会议内容中首次出现了“深化利率市场化”改革的提法，这可能与今年局部地区民间借贷出现危机和银行表外业务快速膨胀有关。由于正规金融体系受制于国家利差控制，实际利率负化而导致资金流入影子银行体系，从而放大了局部金融风险隐患。其次，深化汇率形成机制改革、保持人民币汇率基本稳定有着重要的现实意义。今年 9 月份以来，由于国内外经济金融形势不确定性增加导致避险情绪上升，国际资金回流欧美，造成近期人民币汇率波动幅度加大、贬值预期强化，部分资金出现外流趋势，影响了外汇市场的稳定和国家货币政策的自主性。此时继续深化汇率形成机制改革、保持人民币汇率稳定，可以稳定市场预期和贸易活动，减少汇率波动和资金外流对经济的冲击。

第五、淡化“城镇化”，强调房地产调控不动摇。今年不再提及“城镇化”建设，而是要坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归。我们预计 2012 年房地产投资增速将大幅回落至 6%左右，但由于保障房和其他政策性投资有望出现回升，如基建、电力投资将有所恢复，水利、文化教育等行业投资加快推进，明年固定资产投资增速仍在 18%以上，全年 GDP 增速约 8.2%，依然高于“十二五规划”的 7%的年均增长率。

坚持稳？

从历史上看，中央经济工作会议上定的政策基调在第二年的实际执行中往往具有灵活性，例如，无论是 1998 年-2007 年的“稳健”货币政策，还是 2008 年-2010 年的“适度宽松”货币政策，在实际执行中都曾发生显著变化。但我们通过仔细分析本届政府自 2004 年以来的数据，发现政策实际执行的变化有着一定的规律。

从财政政策来看，除了 2011 年以外，其余年份其变化比较小，“稳健”财政政策一般意味着赤字率在-1%左右，而积极财政政策的赤字率一般显著高于-1%。

从货币政策来看，其实际执行力度主要受物价走势影响，如果物价较低，则 M2 实际增速一般超过目标值，如果物价上行幅度大，则 M2 实际增速一般小于目标值。由于成本推动因素并未消失，中国中长期通胀仍有较大压力，为防范物价反弹，明年货币政策大幅放松的可能性较小。

表 3: 本届政府历年工作重点与宏观经济指标比较

年度	要点	GDP 同比	CPI 同比	货币 政策	M2 同比: 目标值	M2 同比: 实际值	财政 政策	盈余/ 赤字率
2012	稳中求进; 保持宏观经济政策的连续性和稳定性	8.2%	3.6%	稳健		15%	积极	-2.3%
2011	以加快经济增长方式为主线, 把稳定价格总水平放在更加突出的位置	9.2%	5.5%	稳健	15%	12.0%	积极	2.3%
2010	加快经济发展方式转变	10.4%	3.3%	适度 宽松	17%	19.7%	积极	-1.7%
2009	要着力在保增长上下功夫	9.2%	-0.7%	适度 宽松	17%	27.7%	积极	-2.3%
2008	防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀	9.6%	5.9%	从紧	16%	17.8%	稳健	-0.4%
2007	确保经济平稳较快发展, 防止出现大的起落	14.2%	4.8%	稳健	16%	16.7%	稳健	0.6%
2006	推进经济结构调整和经济增长方式转变	12.7%	1.5%	稳健	16%	16.9%	稳健	-0.8%
2005	保持经济平稳较快发展和物价基本稳定	11.3%	1.8%	稳健	15%	17.6%	稳健	-1.2%
2004	引导经济平稳运行	10.1%	3.9%	稳健	17%	14.6%	积极	-1.3%

资料来源：中国政府网，中国人民银行，WIND 资讯，国海证券

注：此处中央经济工作会议后延一年，2011、2012 年指标为国海证券预测，盈余/赤字率为财政盈余或赤字与 GDP 比值

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

分析师申明:

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。